

撰写日期：2023 年 03 月 24 日

证券研究报告--金融产品年度报告

业务新分类，转型新发展

——2022 年信托市场年度报告

□ 摘要：

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

相关研究报告

1 《监管“从严”基调不变，转型发展攻坚期——2021 年信托市场年度报告》2021-06-1

2 《从供给侧改革的深化到高质量发展——2019 年信托市场年度报告》2019-04-22

3 《道阻且长，行则将至——2018 年信托市场年度报告（20180404）》2018-04-4

◆ **监管环境：**信托业务分类改革的落实贯穿了整个 2022 年。新的信托分类不仅是对“资管新规”文件精神的落实，更是对信托业务转型方向和监管思路的再次确认，对信托公司业务开展新一轮转型具有重要的指导性意义。同时，“稳妥防范化解处置风险，守住不发生系统性风险的底线。”仍是全年监管的重点。

◆ **信托资产规模步入平稳状态：**截止 2022 年末，全行业信托资产规模为 21.14 万亿元，较上年末增加 5893 亿元，增幅 2.87%。从纳入资管新规的资金信托的情况来看，2022 年末，资金信托规模为 15.03 万亿元，较 2021 年末微增 265 亿，规模基本维持稳定。随着资管新规过渡期的结束，信托行业的整改也进入收关阶段，信托行业的资产规模也逐步进入平稳状态。

◆ **信托结构优化：**从资金来源看，整体呈现“一降两升”趋势，即单一资金信托规模和占比大幅下降，集合资金信托规模和占比稳定提升，而管理财产信托规模和占比则大幅上升。一方面体现了信托业不断提升主动管理能力、加快推进业务转型，另一方面也反映出监管持续压降通道业务规模取得了显著成效。信托的功能结构来看，延续投资类信托与融资类信托“一升一降”的趋势。信托资产功能结构的变化，主要缘于信托公司在监管要求和风险压力下对融资类信托规模的持续压降，以及在业务转型过程中对各类投资信托业务的大力发展。

◆ **信托收益率基本保持平稳而久期略有缩短：**2022 年，已公布的集合理财类信托产品的平均收益率为 6.87%，与 2021 年平均收益率相比基本持平；其平均信托年限为 1.78 年，较 2021 年减少 0.84 年。观察信托的平均月预期收益率，2022 年新成立的集合信托的平均预期收益率呈明显的下行趋势。

◆ **信托产品存量信用风险主要集中在房地产领域：**用益信托网的数据显示，2022 年共计披露违约风险项目 200 余款，涉及金额约 1200 亿元，风险项目数量同比减少 28.7%，涉险金额同比下降 19.5%。其中，房地产类信托涉及金额较多，违约风险项目涉及金额约 917 亿元，占全部违约金额的 75.3%，成为行业违约“重灾区”。

◆ **标品信托继续保持快速发展：**2022 年以来，在监管引导及信托行业投资化、标准化转型加速推进等因素的影响下，标品信托业务规模余额实现快速增长。用益信托网统计的数据显示，2022 年全年标品信托发行数量 12001 只，发行规模 6104.5 亿元。

◆ **发展展望：**2023 年，信托业务分类调整政策预计将逐步实施。伴随着资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三足鼎立新分类格局的形成，信托行业将正式进入新的发展阶段。从分类框架来看，旨在进一步限制乃至叫停信托公司的融资功能，侧重鼓励信托公司开展回归受托本源的投资、服务类信托业务。可以预见，以净值化为主导的资产管理信托和资产服务信托将成为监管鼓励的主要业务类型。

◆ **风险提示：**信用违约风险超预期、政策监管力度超预期

内容目录

1. 信托行业监管环境分析	3
1.1. 信托业务分类改革的落实是贯穿全年的监管主线	3
1.2. 监管部门推动改革信托保障基金机制，强化信托行业风险防范化解能力	5
2. 信托产品市场发展分析	5
2.1. 信托资产规模步入平稳状态	5
2.2. 信托资产的财产来源结构保持“一降两升”趋势	6
2.3. 信托的功能结构延续投资类信托与融资类信托“一升一降”的趋势	7
2.4. 产品的收益和久期分布——以集合信托为例	8
2.5. 信托产品的信用风险分析	10
3. 信托投向结构分析	12
3.1. 新发行的集合类信托的投向结构分布	12
3.2. 房地产信托	13
3.3. 基建信托	14
3.4. 工商企业类信托	14
3.5. 金融类信托	15
4. 标品信托	15
5. 信托市场发展展望	18

图表目录

1 《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》中对信托业务的分类	4
图 2 信托资产规模变化情况	5
图 3 信托资金来源结构变化（2013-2022）	7
图 4 信托公司功能结构变化（2013-2022）	8
图 5 集合信托的平均期限和预期年化收益率走势	8
图 6 不同期限的集合信托产品的预期年化收益率	9
图 7 不同投向的集合信托收益率走势（%）	10
图 8 2021 年以来信托违约数量及金额的情况	10
图 9 不同投向集合信托发行规模情况	12
图 10 投向房地产的集合信托发行情况变化	13
图 11 投向基础设施领域的集合信托发行情况	14
图 12 2021 年 4 月份以来标品信托成立规模与数量	16
图 13 2021 年 6 月份以来标品信托不同产品类型占比	16
图 14 2021 年以来标品信托不同策略类型占比	17
图 15 2021 年 11 月份以来 TOF 产品成立规模月度变化（亿元）	17
表 1 2021 年以来信托违约的数量与金额的分布情况（不完全统计）	11
表 2 新发行的集合类信托的投向结构分布	12

1. 信托行业监管环境分析

2022 年是资管新规正式实施的元年，在年初全国信托工作会议上，中国银保监会副主席肖远企在年会上明确提出，为推动信托业顺利转型发展，当前要做好“进行科学的信托业务分类、研究推行信托公司分类监管”这两方面工作。其中，信托业务分类改革的落实贯穿了整个 2022 年。新的信托分类不仅是对“资管新规”文件精神的落实，更是对信托业务转型方向和监管思路的再次确认，对信托公司业务开展新一轮转型具有重要的指导性意义。

同时，“稳妥防范化解处置风险，守住不发生系统性风险的底线。”仍是全年监管的重点。信托项目和信托公司的风险化解依旧是重中之重。大量逾期的房地产信托被通过多种渠道处置；两家被银保监接管的信托公司迎来了各自的结局。

对于 2023 年的行业监管环境，银保监会 2023 年的工作会议指明了一定的方向。会议明确要求“积极推动信托等非银机构聚焦主业转型发展；引导信托公司发展本源业务，持续拆解‘类信贷’影子银行；加快推进金融资产管理公司改革。”预计 2023 年，随着《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》的落地，信托公司分级分类监管制度将进一步实施，这将倒逼信托业非标投资进一步减少，资金投向不断优化，标准化投资快速发展，主动管理能力逐步加强，并逐渐成为信托业新着力点；同时，各家信托公司越来越多地重视创新业务布局，新业务模式、新方向不断涌现。

1.1. 信托业务分类改革的落实是贯穿全年的监管主线

作为信托行业监管风向标，2021 年的信托年会在 2022 年 5 月份召开。中国银保监会副主席肖远企在年会上明确提出，为推动信托业顺利转型发展，当前要做好“进行科学的信托业务分类、研究推行信托公司分类监管”这两方面工作。讲话精神奠定了信托行业全年的监管主线。信托业务分类改革工作具体包括：

一是进行科学的信托业务分类。将信托业务划分为资产管理信托、资产服务信托和公益/慈善信托三大类，并在此基础上进一步进行细分。通过科学分类厘清不同信托业务的边界，并使不同信托业务的表述更加通俗易懂、简明扼要，方便全社会特别是信托委托人理解。

二是研究推行信托公司分类监管。初步考虑根据信托公司监管评级、资源禀赋、受托管理及风险抵御能力等的不同，对信托公司在业务范围、展业地域等方面进行差异化监管，鼓励信托公司走差异化、特色化发展之路。

2022 年 4 月份，部分信托公司收到由监管部门下发的《关于调整信托业务分类有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称“《信托业务分类征求意见稿》”）。据 21 世纪经济报道的消息，10 月份，《关于调整信托业务分类有关事项的通知》正式下发至信托公司，要求限期内进行试填报数据。此次改革设置了 5 年过渡期，过渡期结束后，因违规展业导致的存量整改业务应当清零。同时明确提出了不得开展通道业务和非标资金池业务，坚持压降影子银行风险突出的融资类信托业务。截至本文撰写时点，官方并未对该文件进行公开披露，后续不排除监管将根据填报情况对文件内容做进一步完善。不过我们仍旧可以结合征求意见稿和市场公开信息来了解该文件的核心内容，具体包括以下几个方面：

第一，根据《信托业务分类征求意见稿》，信托业务将被划分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托 3 大类。其中，资产管理信托项下有固定收益类资产管理信托、权益类资产管理信托、商品及金融衍生品类资产管理信托与混合类资产管理信托等 4 项分类；资产服务信托项有行政管理受托服务信托、资产证券化受托服务信托、风险处置受托服务信托和财富管理受托服务信托等 4 项分类，且这 4 项分类下仍各有细项分类。

第二，按照要求，信托公司应立足受托人定位，按照信托业务新分类要求设定信托业务边界，不得开展通道业务和非标资金池业务，不得以管理契约型私募基金形式开展资产管理信托业务。针对存量业务整改，监管设置了5年过渡期。并要求过渡期结束后，因违规展业导致的存量待整改业务应当清零。

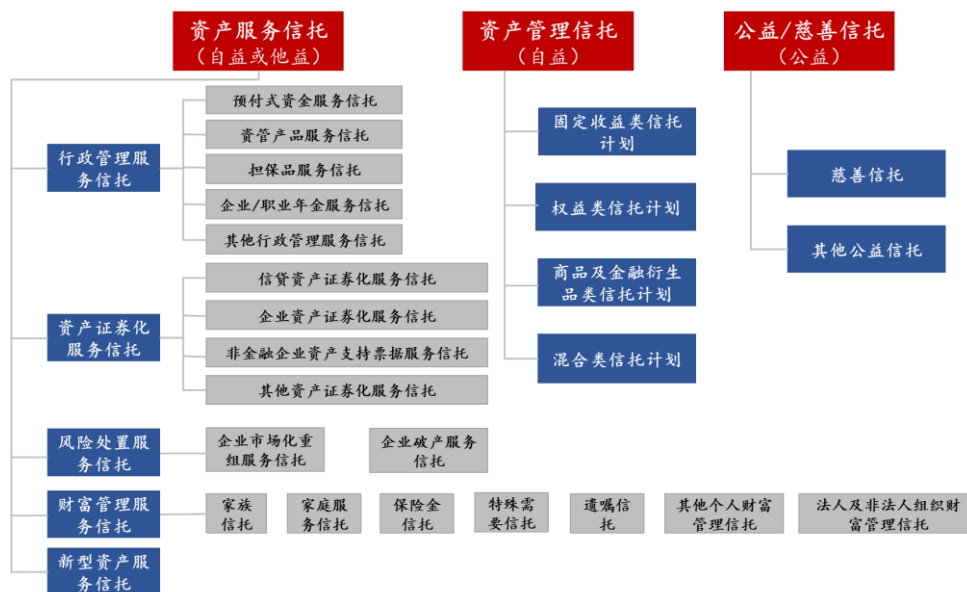
第三，明确定位资产管理信托为私募资管产品，纳入资管新规框架下进行规范。在资产管理信托的细分类上，也和其他资管产品保持一致，按照投资性质不同分为固定收益类资产管理信托、权益类资产管理信托、商品及金融衍生品类资产管理信托、混合类资产管理信托。

第四，首次非常明确地定义了服务信托的范畴，是指信托公司依据信托法律关系、接受委托人委托并根据委托人需求为其量身定制托管、风险隔离、风险处置、财富规划和代际传承等专业信托服务。服务信托不属于资产管理的范畴，不适用资管新规，也不适用资金信托管理办法。

第五，公益慈善信托较为简单，单独列为一大类。公益/慈善信托是委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的信托业务，其信托财产及收益不得用于非公益目的。

从新划分的业务分类可以看出，监管部门正在引导信托行业更好地服务社会生活领域和实体经济。

1 《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》中对信托业务的分类



料来源：华宝证券研究创新部

2023年3月21日，中国银保监会印发2023年1号文件——《关于规范信托公司信托业务分类有关事项的通知》，进一步明确了信托业务分类，将于2023年6月1日起正式实施，设置3年过渡期，要求信托公司拟定整改计划，按照计划安排进度，规模按照22年12月31日存续的规模进行有序压降递减。相对于征求意见稿，正式稿变化不大，主要变化有以下三点：

一是在信托公司信托业务新分类简表中将资产服务信托业务的位置提前，表明在信托业务回归本源的大背景下，监管鼓励信托公司做大服务信托；

二是将此前资产服务信托类别中的“其他资产服务信托”更名为“新型资产服务信托”。考虑到一是前四类资产服务信托无法全部覆盖所有资产服务信托业务的类别；二是未来可能会有其他形式的资产服务信托出现。

三是设置 3 年过渡期，过渡期结束后仍难以完成整改的，实施个案处理，对于契约型私募基金业务，严格按照新增、存量自然到期方式有序清零，对于其他不符合的列入“待整改”一项。

1.2. 监管部门推动改革信托保障基金机制，强化信托行业风险防范化解能力

监管部门推动改革信托保障基金机制，将风险处置和流动性支持功能分开，进一步强化信托行业风险防范化解能力。

2022 年 2 月，银保监会发布《信托业保障基金和流动性互助基金管理办法(征求意见稿)》(简称《办法》)，向社会公开征求意见。新《办法》将“老保障基金”一分为二，分别为“信托业保障基金”和“信托业流动性互助基金”。其中，信托业保障基金是指由信托公司缴纳，用于处置信托公司系统性风险、具有较大外溢性风险以及监管部门认定的其他重大风险的资金。信托业流动性互助基金是指由信托业市场参与者共同筹集，主要用于信托业流动性调剂的非政府性行业资金。在信托行业转型期，实行保障基金和流动性互助基金并行的筹集机制，以增强基金损失吸收能力，丰富化险资金来源；待行业转型和风险化解基本完成后，可适时调整认购标准。

2022 年 6 月，监管部门向信托公司下发了《关于信托公司做好金融稳定保障基金、信托业稳定基金和信托业保障基金筹集工作有关事项的通知(征求意见稿)》，明确了金融稳定保障基金和信托业稳定基金的常规缴纳标准，即各家信托公司以营业收入为基数，一年一缴，平均费率约为 4.6%，其中 3.7% 用于缴纳信托业稳定基金，0.9% 用于缴纳金融稳定保障基金，以期提高信托公司的风险抵御能力。上述征求意见稿与 2022 年 2 月银保监会公开发布的《信托业保障基金和流动性互助基金管理办法(征求意见稿)》陈述有较大不同。比如，将原信托保障基金分拆为“信托业保障基金”和“信托业流动性互助基金”是《办法》最大看点。但在监管部门 2022 年 6 月份下发给信托公司的这份征求意见稿中，不再有“流动性互助基金”这类提法，新出现了“信托业稳定基金”这个提法。

综合来看，监管部门推动改革信托保障基金机制，将风险处置和流动性支持功能分开。在信托保障基金机制中新加入了基于风险状况的差异化费率机制、根据实际情况灵活调整费率的机制、紧急融资机制等，并细化了基金的使用方式。这种改革，一是可以优化基金的募集机制，既确保有充足的资金化解行业风险，又预留了行业风险下降后调整费率的机制；二是明确并细化了基金参与风险处置的方式，更为市场化的处置方式，未来将有助于行业风险的圆满化解。

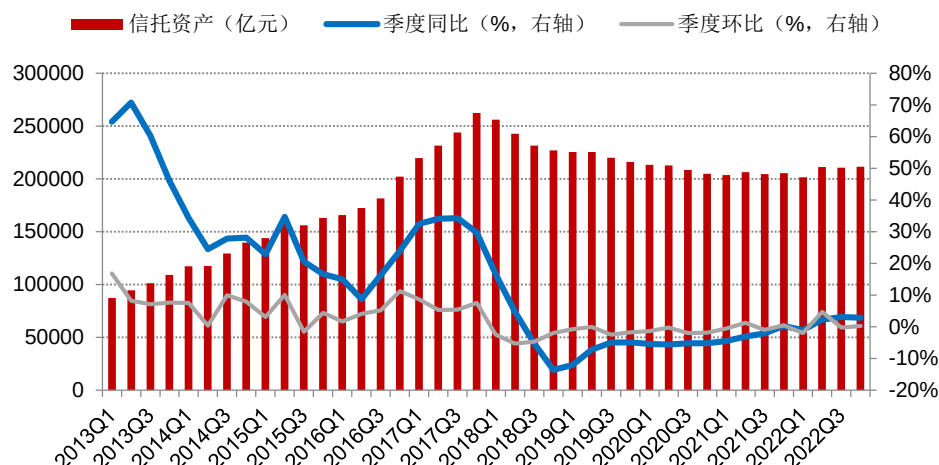
2. 信托产品市场发展分析

2.1. 信托资产规模步入平稳状态

根据中国信托业协会发布的数据，截止 2022 年末，全行业信托资产规模为 21.14 万亿元，较上年末增加 5893 亿元，增幅 2.87%。随着资管新规过渡期的结束，信托行业的整改也进入收关阶段，信托行业的资产规模也逐步进入平稳状态。

从纳入资管新规的资金信托的情况来看，截止 2022 年末，资金信托规模为 15.03 万亿元，较 2021 年末微增 265 亿，规模基本维持稳定。

图 2 信托资产规模变化情况



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2022 年，复杂严峻的内外部环境，特别是新冠疫情等超预期因素，对我国经济造成了巨大的下行压力。同时此前推出的“三条红线”等系列监管政策，叠加疫情影响与居民房地产需求转弱，许多房企陷入经营困难，一些房企甚至进入破产重整等程序。外部环境的恶化给信托公司带来较大的压力。同时信托公司也面临着较大的转型压力，压降融资类业务在持续进行。内外部压力下，传统信托产品发行和成立减少。同时，各家信托公司越来越多的重视创新业务布局，新业务模式、方向不断涌现。从目前看，投向金融机构、房地产、基础产业的资金占比呈现持续下降势头，而绿色发展、银发经济、科技创新已经成为信托公司重点破局方向；家族信托、慈善信托、保险金信托等服务信托亦具有较高潜力。新业务的布局一定程度上对冲掉了传统业务规模压缩的压力，保持了信托行业资产规模的整体稳定。

展望 2023 年，随着防疫政策的调整，经济和社会生活步入正常化，宏观经济企稳回升；同时“稳地产”政策也在加速出台，房地产行业有望逐步企稳。信托行业面临的宏观环境边际上得到极大的改善，同时创新业务也在加快推进，预计信托行业资产规模将继续保持稳定且有所增长。

2.2. 信托资产的财产来源结构保持“一降两升”趋势

自 2018 年以来，信托的财产来源的结构不断优化，整体呈现“一降两升”趋势，即单一资金信托规模和占比大幅下降，集合资金信托规模和占比稳定提升，而管理财产信托规模和占比则大幅上升。具体来看：

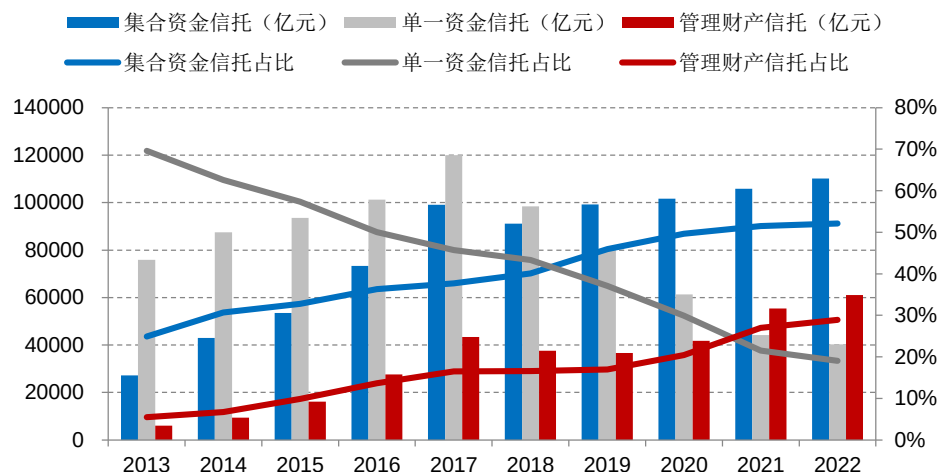
集合资金信托继续稳步增长。截至 2022 年末，集合资金信托规模为 11.01 万亿元，比上年末增长 3.97%；占比提升到 52.08%，比上年末上升 0.55 个百分点。与 2017 年 9.91 万亿规模和 37.74% 占比相比，集合资金信托五年间规模总计增长了 11.15%，占比总计提升了 14.34 个百分点，规模和占比自 2019 年以来在三大信托资金来源中均一直稳居第一，成为本轮调整以来稳定信托业发展的主导力量。

与之形成鲜明对比的是单一信托规模继续压缩，但压降的速度开始放缓。截至 2022 年末，单一资金信托规模降至 4.02 万亿元，比上年末压降 3941 亿元，降幅 8.92%，降幅较 2021 年明显收窄；占比降至 19.03%，比上年末下降 2.46 个百分点。与 2017 年 12.00 万亿规模和 45.73% 占比相比，单一资金信托五年间规模总计下降了 66.48%，占比总计下降了 26.70 个百分点。单一资金信托规模和占比在三大信托来源中均已从 2017 年位居第一降至居于末尾，并且降幅也逐步回落，表明信托业按监管要求“去通道”已经取得实质效果。

此外，之前占比不高的财产权信托的规模继续上升。2022 年末，管理财产信托规模增至 6.11 万亿，比上年末增加了 5628 亿，增幅为 10.15%；占比进一步提升到 28.89%，比上年末上升 1.91 个百分点。与 2017 年 4.34 万亿规模和 16.53% 占比相比，管理财产信托五年间规模总计增长了 40.74%，占比总计提升了 12.36 个百分点，成为本轮调整以来稳定信托业发展的新生力量。

信托资金来源结构的变化，一方面体现了信托业不断提升主动管理能力、加快推进业务转型，另一方面也反映出监管持续压降通道业务规模取得了显著成效。

图 3 信托资金来源结构变化（2013-2022）



资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2.3. 信托的功能结构延续投资类信托与融资类信托“一升一降”的趋势

从信托的功能结构上看，2018 年以来信托业务功能结构有明显的变化，在严监管的倒逼下，信托公司在加速压缩融资类业务和以通道为主的事务管理类业务，而开始选择加速做大投资类业务，积极向主动管理类业务转型，同时在事务管理类信托中去通道业务的同时，服务信托则得到了长足的发展。具体来看：

根据信托业协会数据，自 2018 年资管新规出台以来，投资类信托业务发展明显加快，规模持续快速增长，2022 年末规模为 9.28 万亿元，较 2021 年末增长 7821 亿元，增幅 9.20%；规模占比为 43.92%，较 2021 年末上升 2.54 个百分点。与 2017 年 6.17 万亿元规模和 23.51% 占比相比，投资类信托五年间规模总计增加了 3.11 万亿元，增幅总计达 50.47%，占比总计提升了 20.41 个百分点，投资类信托已经成为信托最主要的产品形式。

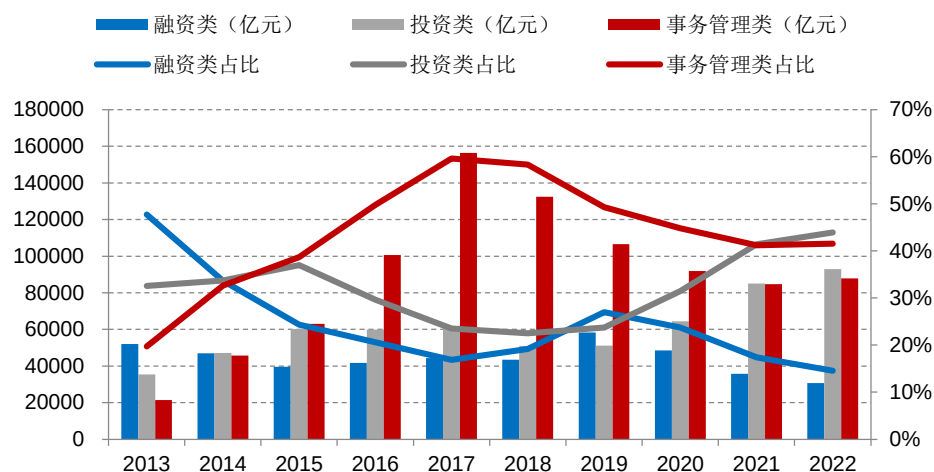
融资类信托规模持续压缩。2022 年末，融资类信托规模降至 3.08 万亿元，比上年末压缩了 5047 亿元，降幅 14.10%；占比降至 14.55%，比上年末下降了 2.32 个百分点。与 2019 年峰值相比，三年间融资类信托规模总计压降了 2.76 万亿元，降幅总计达 47.26%，占比总计回落了 12.44 个百分点，压降成效显著，融资类信托已不再是主动管理信托的主导产品。

事务管理类信托规模企稳回升。事务管理类信托 2017 年末达到峰值后，在压降通道政策引导下持续回落，2022 年开始随着信托在风险隔离、风险处置、财富传承等领域功能的不断认识和探索，规模企稳回升。2022 年末，事务管理类信托规模 8.78 万亿元，较上年末增加了 3119 亿元；占比较上年末上升了 0.33 个百分点。与 2017 年 15.65 万亿规模和 59.62% 占比相比，事务管理类信托五年间规模总计下降了 43.9%，占比总计下降了 18.09 个百分点，同时其内部

结构也发生了重大变化，通道信托驱动的事务管理类信托快速下降，服务信托驱动的事务管理类信托则快速增长。

信托资产功能结构的变化，主要缘于信托公司在监管要求和风险压力下对融资类信托规模的持续压降，以及在业务转型过程中对各类投资信托业务的大力发展。在未来新的信托业务分类的导向下，信托资产的投资功能将得到进一步发挥。信托分类发展和分类监管的大背景下，预计信托公司加快向服务信托、财富管理信托和慈善信托等本源业务回归，投资类信托和服务信托仍是未来信托业务转型的重点方向。

图 4 信托公司功能结构变化（2013-2022）



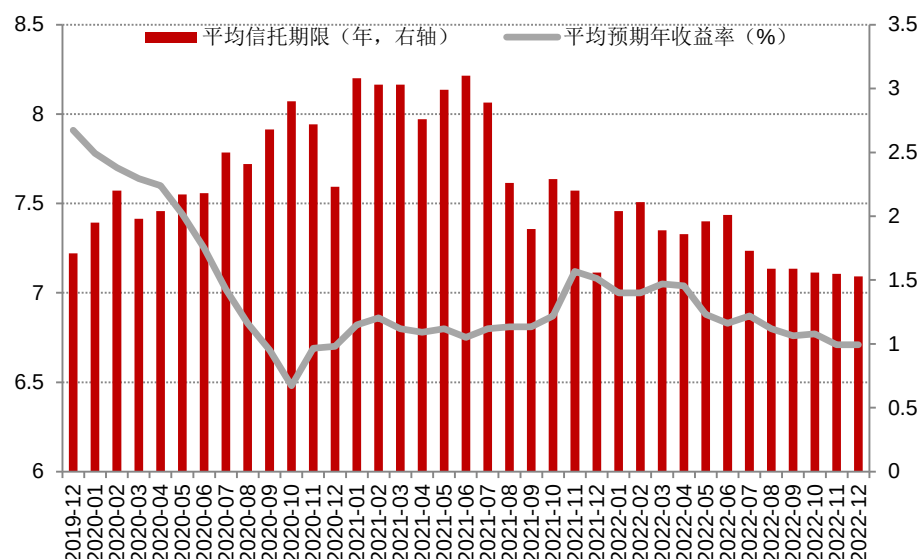
资料来源：中国信托业协会，华宝证券研究创新部

2.4. 产品的收益和久期分布——以集合信托为例

对于信托产品收益率和久期的研究，我们可以参考用益信托网提供的集合信托的数据。根据用益信托网不完全数据显示，2022 年，已公布的集合理财类信托产品的平均收益率为 6.87%，与 2021 年平均收益率相比基本持平；其平均信托年限为 1.78 年，较 2021 年减少 0.84 年。

观察信托的平均月预期收益率，2022 年新成立的集合信托的平均预期收益率呈明显的下行趋势。主要是受央行引导融资成本下行的政策和可投的优质资产减少的影响。2022 年，受俄乌冲突、国内疫情反复、房地产处于下行周期等多重因素的影响下，国内经济下行压力较大，国内各项稳经济政策不断加码，中央经济工作会议释放出更强的稳增长、扩内需、提信心信号，为进一步刺激信贷需求、激活市场主体活力，降低实体经济融资成本是一个重要发力点。同时，在经济下行周期的背景下，信托资金可投的优质资产也在减少，并逐渐向基础产业领域集中，金融机构之间的竞争加剧，投资回报率下降。此外，2022 年的股票市场基本上单边下行行情，债市在四季度也出现了大幅调整，也一定程度使得标品信托产品的预期回报有所回落。

图 5 集合信托的平均期限和预期年化收益率走势

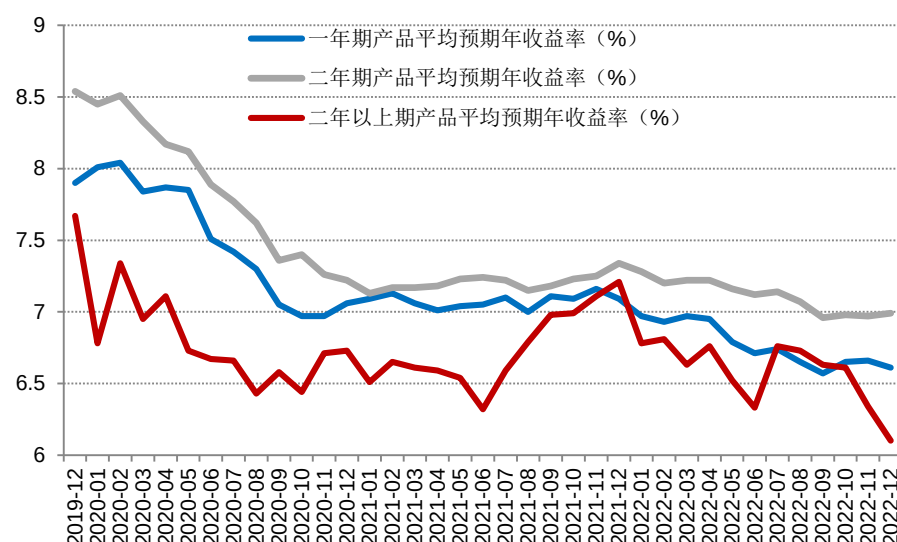


资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

2022 年非标信托产品的平均预期收益率持续缓速下行，主要是受央行引导融资成本下行的政策和可投的优质资产减少的影响。一方面，国内各项稳经济政策不断加码，中央经济工作会议释放出更强的稳增长、扩内需、提信心信号，为进一步刺激信贷需求、激活市场主体活力，降低实体经济融资成本是一个重要发力点；另一方面，信托资金可投的优质资产逐渐向基础产业领域集中，金融机构之间竞争加剧，投资回报率下滑。

观察信托的平均久期，2022 年新成立信托的平均久期延续了 2021 年四季度下降的趋势。核心原因是 2022 年资本市场表现惨淡，标品信托的发行节奏有所放缓，而标品信托的产品期限一般较长。

图 6 不同期限的集合信托产品的预期年化收益率



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

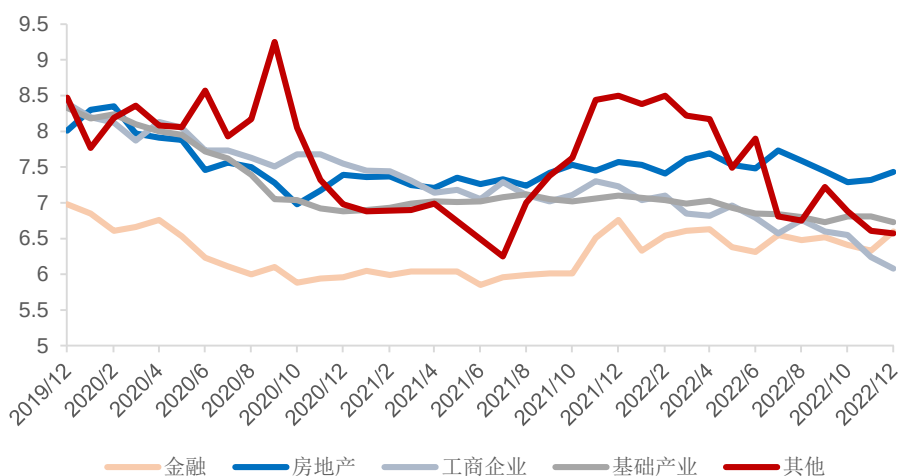
从不同期限的产品的预期年化收益率的趋势来看，从 2019 年四季度开始，不同期限的产品的收益率分化加剧。在 2022 年这种特征依然存在，不同期限的产品的预期收益率虽然都呈现整体下行的趋势，但是下行的幅度不太一致。具体来看，2022 年末，一年期产品、二年期产品、二年期以上产品的平均预期收益率分别为 6.61%、6.99%、6.10%，分别较 2021 年末下降 48bp、35bp、111bp。其中，二年期以上产品的平均预期收益率下降幅度较大，主要和长久期的集合信托产品中，标品信托占比较高有关，标品信托通常配置在股票和债券市场，2022 年股

票市场出现大幅调整，而债券市场也在四季度经历了“赎回”正反馈下的大幅调整，股债市场的低迷使得标品信托的整体表现偏弱，市场的预期也有所回落。

不同投向的集合信托平均预期收益率呈现如下的特征：

总体上看，不同投向的集合信托平均预期收益率在 2022 年均整体出现回落，但相互之间分化拉大。其中，其他类和工商企业类的预期收益率大幅下降，而基础产业类、房地产类和金融类信托的预期收益率则下降幅度有限。具体来看，2022 年末，其他类信托收益率 6.57%，较上年末下降 193bp，其他类信托受偶然因素影响比较多，因此其预期收益率在以往也呈现出波动较大的状态；工商企业类信托预期收益率 6.08%，较上年末回落 115bp；基础产业类信托预期收益率 6.73%，较上年末回落 37bp；房地产类信托和金融类信托预期收益率分别为 7.43%和 6.6%，较 2021 年末分别下降 14bp 和 16bp。

图 7 不同投向的集合信托收益率走势（%）



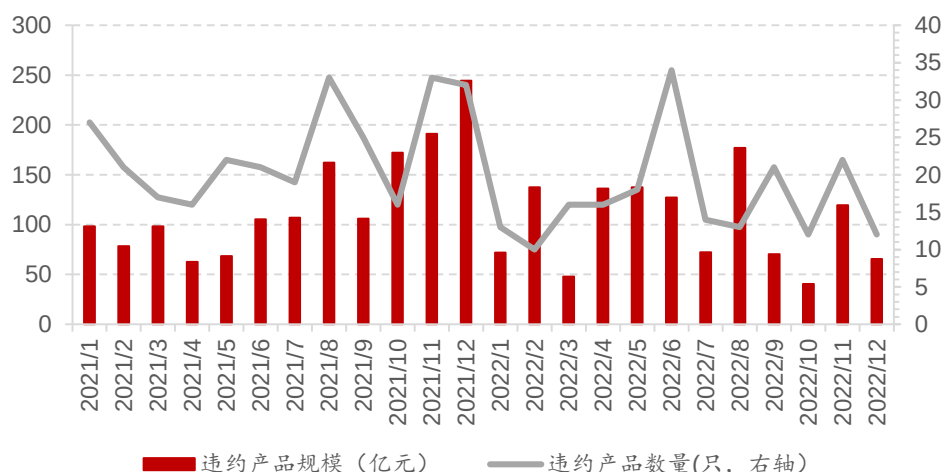
资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

展望 2023 年，预计集合信托产品的预期平均收益率将会企稳回升。一方面，欧美等国家的通胀率仍偏高，2023 年仍存在一定的加息空间，短期内对我国政策利率下调形成一定制约；另一方面，近期稳增长政策持续优化加码，国内宏观经济回稳向上的大趋势已基本确定，经济基本面将稳步回升，可投资资产的数量或会迎来一波回升，信托行业的展业环境在一定程度上会有所改善，同时在防范通胀和海外维持高位的无风险收益率的约束下，国内货币政策刺激不会过多加码，平均预期收益率走势能得到一定的支撑。

2.5. 信托产品的信用风险分析

信托违约数据方面，可以参考用益金融信托网的数据。用益信托网的数据显示：据公开资料不完全统计，2022 年共计披露违约风险项目 200 余款，涉及金额约 1200 亿元，风险项目数量同比减少 28.7%，涉险金额同比下降 19.5%。

图 8 2021 年以来信托违约数量及金额的情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

其中，房地产类信托涉及金额较多，违约风险项目涉及金额约 917 亿元，占全部违约金额的 75.3%，成为行业违约“重灾区”。房地产一直是信托产品风险事件的高发领域，且违约金额占据大头。“房住不炒”为总基调，这一轮风险事件的爆发，也是对过去很多年房地产行业过快加杠杆积累的风险的释放。

随着“金融 16 条”新规的推出，房地产企业的资金链紧张情况得到缓解，违约风险或逐渐释放。虽然信托行业目前有较大规模存量房地产信托项目，仍需要时间进行消化，短期内或仍将面临相对较高的违约风险。但政策基调已经发生边际变化，更加强调“稳定房地产市场”，充分说明稳定房地产市场的重要性。在坚持“房住不炒”的大原则下稳定房地产是未来一段时间的房地产政策的主基调，促进房地产市场健康发展，预计后续房地产信托违约情况会有一些好转。

表 1 2021 年以来信托违约的数量与金额的分布情况（不完全统计）

时间	违约数量 (只)					违约规模 (亿元)			
	房地产	工商企业	基础产业	金融	其他	房地产	工商企业	基础产业	金融
2021/1	5	3	15	4	0	35.33	30.56	29.69	2.72
2021/2	9	5	3	4	0	52.14	9.52	5.18	11.69
2021/3	6	7	0	1	3	28.3	55.2	0	0.19
2021/4	3	3	5	5	0	2.7	18.3	33.37	8.43
2021/5	2	1	0	19	0	33.56	2	0	32.81
2021/6	合计 21 起					73.7	合计 31.81		
2021/7	5	10	2	2	0	44.8	52.66	6.63	3
2021/8	14	5	2	12	0	114.99	21.84	12.32	13.09
2021/9	12	6	1	6	0	61.85	38.96	1.88	3.4
2021/10	7	6	2	1	0	118.46	45.5	3.05	5.2
2021/11	10	12	3	8	0	141.6	27.43	9.83	12.29
2021/12	26	3	2	1	0	209.69	26.14	5.5	3.15
2022/1	4	5	1	1	2	55.79	11.19	2.52	1.6
2022/2	3	4	0	1	2	124.94	12.67	0	0
2022/3	6	7	0	3	0	26.56	20.6	0	0.63
2022/4	14	2	0	0	0	132.66	3.66	0	0
2022/5	13	3	0	2	0	88.48	49.11	0	?
2022/6	22	5	0	7	0	110.59	2.51	0	14.24
2022/7	3	7	3	1	0	27.74	30.02	14.5	0.09

2022/8	6	4	0	3	0	89.10	79.50	0	8.33
2022/9	8	3	5	5	0	46.23	11.19	11.83	0.99
2022/10	11	1	0	0	0	39.54	0.85	0	0
2022/11	15	4	0	3	0	99.93	12.98	0	6.67
2022/12	10	1	0	1	0	64.69	0.23	0	0.5

资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

3. 信托投向结构分析

3.1. 新发行的集合类信托的投向结构分布

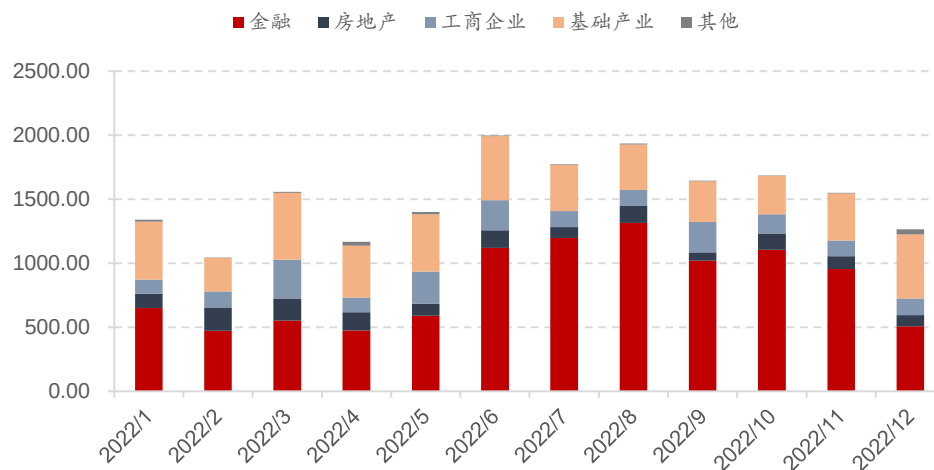
信托按投向可分为五类：金融类、房地产类、基建类、工商企业类、其他类。为了更好地观察新发行的信托投向结构的变化，我们选择更高频（月度）且公布较为及时的用益信托网上披露的集合信托新发行数据作为研究的参考数据。2022年新发行的集合信托规模较2021年有明显的下降，不同投向的新发集合信托规模变化差异较大，投向地产和工商企业的规模收缩明显，而投向基建方向的规模有明显上涨，投向金融方向的规模则保持小幅上涨。具体各个投向的信托的情况见下文。

表2 新发行的集合类信托的投向结构分布

投向	2020		2021		2022	
	规模（亿元）	规模占比（%）	规模（亿元）	规模占比（%）	规模（亿元）	规模占比（%）
金融	10942	36.1	9703	42.53	9968	54.29
房地产	9202	30.4	6027	26.42	1438	7.83
工商企业	3724	12.3	3054	13.39	2031	11.06
基础产业	5902	19.5	3787	16.60	4789	26.08
其他	548	1.8	241	1.06	137	0.75

资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

图9 不同投向集合信托发行规模情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

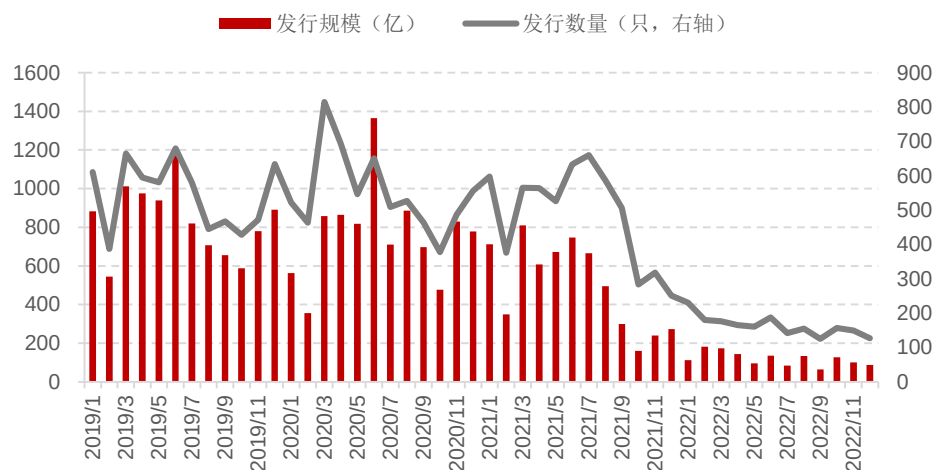
3.2. 房地产信托

房地产监管政策收紧对于房地产行业的影响在 2022 年继续发酵,叠加疫情反复带来的冲击,国内的房地产行业处于一轮下行周期中,房地产相关数据全方面出现负增长,房地产相关风险在加速出清中,导致投向房地产方向的信托产品新发规模出现大幅回落。根据用益信托网数据,2022 年,新发行房地产类集合信托规模 1438 亿元,同比大幅下降 76.1%;规模占比 7.83%,较 2021 年大幅下降 18.59 个百分点。从发行节奏上看,2021 年下半年房地产信托发行规模快速下滑之后,房地产的发行规模一直处于较低位置。

房地产信托下行的压力主要源自以下几个方面:

其一,房地产处于景气下行阶段,2022 年全年房地产销售面积增速-24.3%、全国房地产开发投资增速-10.0%、土地购置面积增速-53.4%。房地产市场从土地、住房销售到投资全方位出现负增长,房市的不景气进一步加剧了房企的信用危机,进而影响了房地产信托业务的开展。尽管后续房地产市场的政策有所放松,但市场对房市预期的扭转还是要时间。其二,房地产信托业务相关的监管并没有放松。尽管 2022 年放松地产相关的政策出台较多,但对房地产信托业务的监管并没有实质性放松。如 11 月 23 日,中国人民银行和中国银行保险监联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》要求保持信托等资管产品融资稳定,鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求,但对房地产信托的监管并未大幅放松,新规对资金的用途有明确的规定。其三,房地产信托业务风险的集中使得信托公司风险资产处置压力较大,没有新增房地产相关业务。由于存量房地产信托资产规模相对较大,且风险集中释放,导致信托公司应对化解存量风险资产项目问题的压力较大,对于新增地产相关业务相对谨慎。

图 10 投向房地产的集合信托发行情况变化



资料来源:用益信托网,华宝证券研究创新部

展望 2023 年,地产相关政策进一步宽松,疫情步入尾声阶段,对经济和社会的影响逐步消除,国内经济有望进入上行周期,房地产投资有望企稳回升,房地产信托发行规模快速下行的趋势有望得到遏制。

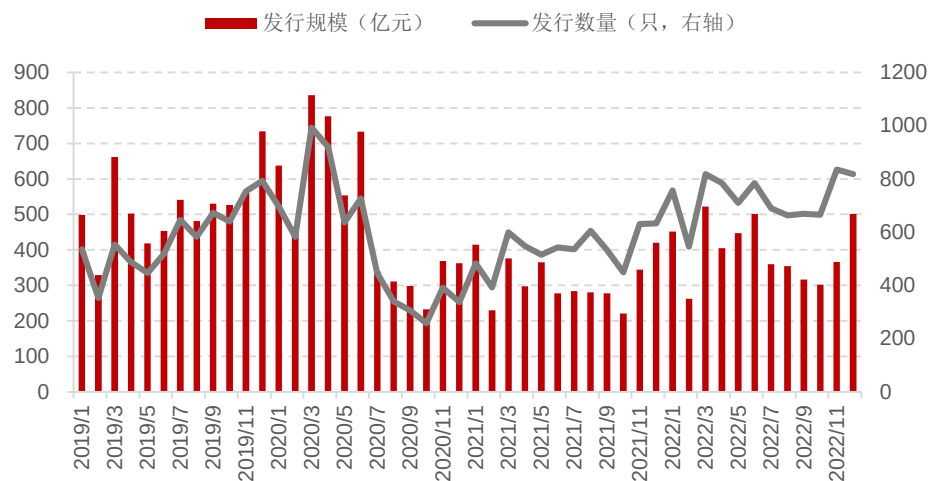
从投资房地产信托维度来看,在房企违约潮的影响下,房地产类信托目前处于低谷期,投资者需要关注其风险问题,同时也需要关注行业见底之后回升带来的投资机会。2023 年随着宏观经济景气度的回升,房地产行业的经营环境有望逐步企稳,房地产信托的风险有望得到逐步释放。

3.3. 基建信托

根据用益信托网数据，2022 年，新发行的集合信托中投向基础产业领域的规模达 4789 亿元，同比大幅回升 26.44%；规模占比 26.08%，较 2021 年增加 9.48 个百分点。基础产业类信托产品的成立规模显著增长，一方面与地产下行周期下房地产信托业务收紧有关系，另一方面也和宏观经济下行周期下，市场风险较大，信托项目资产荒有关。在这种背景下，基础产业类信托成为各大信托公司兼顾收益与安全性的重点展业方向。基础设施投资是稳定国内经济的重要支撑之一，基础产业类信托业务目前仍有较好的政策红利，且资产风险相对可控，受到信托公司和信托投资者的青睐。

在基础产业信托规模大幅扩张的同时，潜在的风险也值得关注。地方隐性债务监管趋严、地产景气度下行下各地土地拍卖承压，失去土地财政收入后，地方政府的财政收入增长预期会出现明显的压力，基础产业类资产的资金链压力也抬升，信托公司的城投业务的风险目前已明显上升。在此背景下，基础产业信托业务积极进行业务转型，通过债券投资、资产证券化、公募 REITs 等形式积极参与基础设施建设。

图 11 投向基础设施领域的集合信托发行情况



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

展望 2023 年，宏观经济政策的主基调是“稳增长”，基建依然是非常重要的抓手。预计基础产业类信托将是信托公司的重要发力点。

从投资基础产业类信托的维度来看，需要综合考虑政策的影响、地方政府的偿债能力及地方城投公司的信用情况，需要充分考虑风险问题，不能完全依赖于城投信仰，重点关注在区域准入和主体准入方面有较为严格限制的信托产品。

3.4. 工商企业类信托

工商企业信托产品受宏观经济大环境及市场风险因素的影响较大。2022 年，受疫情反复和房地产下行周期的拖累，国内经济增长受到明显的负面影响，全年的 GDP 增速只有 3%，较 2021 年大幅回落 5.1 个百分点，实体企业存在较大的经营压力。在这种宏观大环境下，工商企业类信托的发行规模持续低迷。具体来看，根据用益信托网数据，2022 年新发行的集合信托中投向工商企业规模 2030 亿元，同比下降 33.5%；规模占比 11.06%，较 2021 年减少 2.33 个百分点。

短期来看，工商企业类信托业务的开展面临的困难主要是当前经济还处于从底部恢复的状态，企业经营难以快速改善，投融资需求尚未明显恢复，信托公司难以找到优质的底层资产进行投资。此外，结构上存在一些问题，信托机构对高信用等级的交易对手依旧有明显的偏好，偏爱头部、国有企业、地方龙头，普通工商企业很难获得金融机构稳定授信。

中长期来看，服务实体经济、助力直接融资是监管层引导信托公司业务转型的重要原则，工商企业信托将是信托公司大力布局和发展的业务之一。但是目前信托公司在工商企业领域的展业多向资产证券化和股权投资业务等方向进行转型，集合信托业务中的工商企业信托短期内没有太大的增长动力。

3.5. 金融类信托

金融类信托主要包括投向金融机构和投向证券市场两个方向。其中，投向金融机构的部分中以通道业务为主，受去通道、去嵌套等政策因素的影响，规模压缩较大。而投向证券市场的部分主要是标品信托，随着资管新规全面推进，信托公司积极发展标准化金融产品，标品信托将逐渐成为投资者进行大类资产配置的有效工具。

总体上看，新发行的集合信托中投向金融方向的规模受“一增一减”两个因素的影响，尽管受通道规模压缩导致新发行规模收缩，但由于标品信托是这两年信托公司转型发力的重点方向，使得金融类信托的规模整体仍有所上涨，规模占比有明显的提升。具体来看，根据用益信托网数据，2022年，新发行的集合信托中投向金融领域的规模为9968亿元，同比增加2.7%；规模占比54.29%，较2021年上升11.75个百分点。

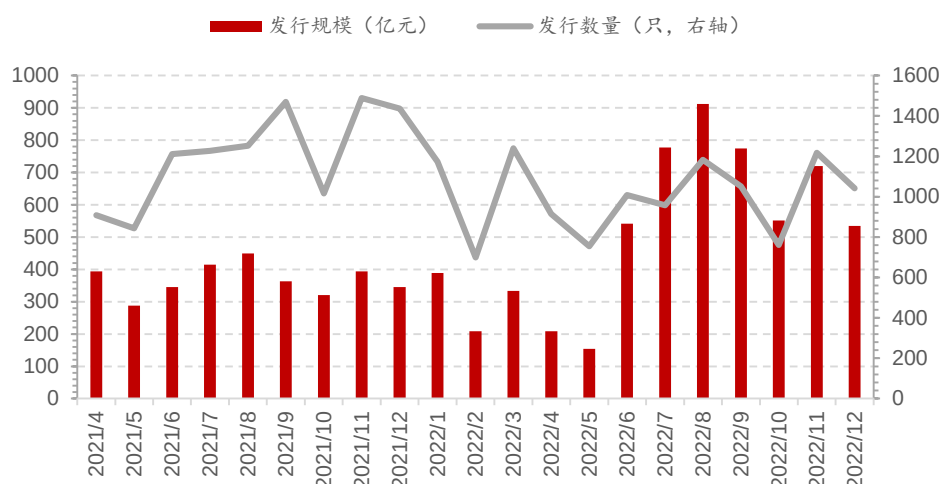
当前社会理财资金配置由非标类资产向标准化资产转移的趋势明显，信托业在证券投资领域与基金、券商、银行理财等资管同业相比，仍然规模较小，参与深度有限，但加快做强做优做大证券市场类信托业务已基本成为行业转型共识。我们将在下文中详细分析标品信托产品的发展情况。

4. 标品信托

标品信托是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的金融产品的信托业务。标品信托投资收益直接或间接由公开市场价格决定。比较典型的标品信托业务包括：投资于股票、债券、证券投资基金、房地产投资信托基金、期货、金融衍生品等的信托产品。

2022年以来，在监管引导及信托行业投资化、标准化转型加速推进等因素的影响下，标品信托业务规模余额实现快速增长。用益信托网统计的数据显示，2022年全年标品信托发行数量12001只，发行规模6104.5亿元。发行节奏上，月频来看，标品信托发行规模和数量波动较大，主要是由于受市场波动、历史业绩和品牌积累不足、投资者接受程度不高等多方面因素的影响。但是2022年6月份之后，标品信托的发行规模较以往月份是有大幅提升的。

图 12 2021 年 4 月份以来标品信托成立规模与数量

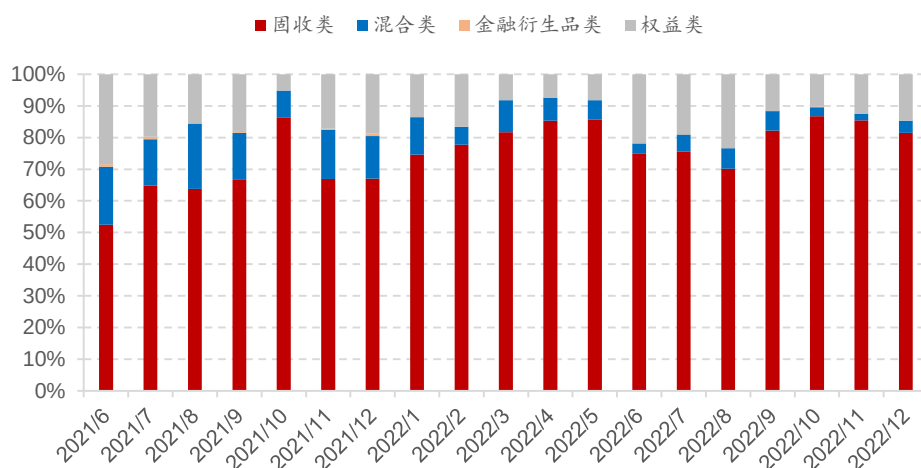


资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从行业现状来看，尽管标品信托业务处于高速增长期，但标品信托业务目前仍处于业务的积累阶段。除了少数长期耕耘标品业务的公司外，多数信托公司在主动管理能力、树立品牌、历史业绩积累以及投资者教育方面还有待提高。具体表现是，大部分信托公司积累了庞大的高净值客户，有稳定的直销和代销渠道，能够支撑标品信托业务的资金募集需求。但投研能力不足，人才储备较少，团队建设、系统建设缺失使得标品信托业务在较大程度上依赖于私募基金、证券公司等来拓展。

从资产配置情况来看，债券等固收类资产依旧是标品信托当前的主要配置资产。尤其在 2022 年股市单边下行行情下，2021 年权益类和混合类的占比提升的趋势被扭转，2022 年债券类占比重现提升。据用益信托网数据，在 2022 年以来成立的集合类标品信托产品中，债券策略成立份额规模最大且占比最高，规模占比也实现快速提升。2022 年以来债券策略集合类标品信托共成立 3049 只，成立份额为 2476.06 亿，较 2021 年全年分别增长 386.28%和 214.30%，在 2022 年以来集合类标品信托中的占比分别为 42.47%和 63.37%，是成立规模最大、规模占比最高且保持了高速增长的投资策略。

图 13 2021 年 6 月份以来标品信托不同产品类型占比



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

从策略类型分布的情况来看，固收策略构成标品信托的主体部分，同时其他市场主流的大类投资策略均有所覆盖，在细分投资策略方面也出现了不断丰富的趋势。据用益信托网数据，2022年以来已成立集合类标品信托主要涉及了五大策略，分别为多资产策略、股票策略、期货及衍生品策略、债券策略和组合基金策略。在策略组合上，有效应对了产品的净值波动：一方面根据市场变化，集合类标品信托业务以债券策略和组合基金策略为主，适当收缩股票投资；另一方面，积极创设包括市场中性的相对价值策略等集合类标品信托产品，通过开展市场套利或对冲，在上涨或者下跌的环境下均能获得相对稳定的收益。

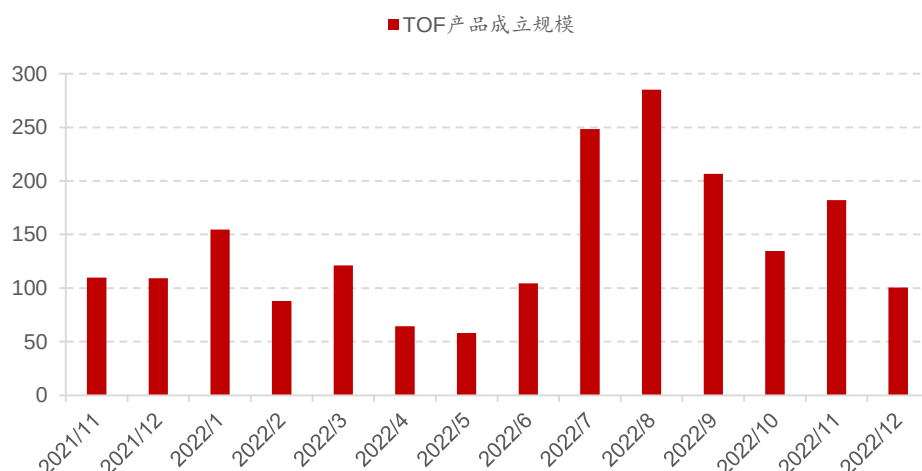
图 14 2021 年以来标品信托不同策略类型占比



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

在标品信托业务中，TOF 产品仍占据较为重要的地位。据用益信托网的数据，2022 年，TOF 产品发行规模 1748 亿元，同比增长 26%。通过 TOF 模式，一方面信托公司可以借助私募、公募等机构的投研能力，做大自身的标品信托业务，另一方面，TOF 产品可以通过多元化的资产配置在波动相对较低的情况下，可获得稳定的收益。TOF 产品风险分散、波动较低，能够为客户实现资产的稳健增值，更适合寻求稳健收益的存量信托投资者。

图 15 2021 年 11 月份以来 TOF 产品成立规模月度变化（亿元）



资料来源：用益信托网，华宝证券研究创新部

5. 信托市场发展展望

2023年，信托业务分类调整政策预计将逐步实施，将信托业务分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三大类，也体现了对信托服务功能的重视和行业转型发展方向的引导。伴随着资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三足鼎立新分类格局的形成，信托行业将正式进入新的发展阶段。从分类框架来看，旨在进一步限制乃至叫停信托公司的融资功能，侧重鼓励信托公司开展回归受托本源的投资、服务类信托业务。可以预见，以净值化为主导的资产管理信托和资产服务信托将成为监管鼓励的主要业务类型。从这两个维度出发，预计未来信托行业将在以下几个方向会持续发力：

第一，标品信托发展的重要性将进一步提升。标品信托作为信托产品转型发展的主要方向之一，正在信托市场中扮演越来越重要的角色。预计信托公司将在主动管理能力建设、专业化投资和运营人才的引进和培养、体系化的投研框架建立、符合客户风险偏好的产品开发设计等方面加大力度。同时，构建与标品业务特点相匹配的全面风险管理体系，从产品设计、产品营销、信息披露、风险揭示、投后管理等全流程增强标品业务风险管控能力

第二，以服务信托为代表的创新型业务预计将加速落地。服务信托为信托专属业务领域，主要包括家族信托、资产证券化信托、企业年金信托、慈善信托等。服务信托业务发展潜力巨大，有望成为信托公司最重要的业务领域。预计将有更多的信托公司开展资产证券化信托、家族信托、慈善信托业务，并有新的信托公司获得企业年金业务资格开展相关业务。除此之外，新的服务信托业务模式仍有待信托公司进行探索，例如养老信托、账户管理信托等。

第三，信托的业务转型将更多围绕着提升服务实体经济能力这个基本点。在加快构建新发展格局的背景下，信托的创新业务预计将在以下几个方面会有所布局。其一，创新信托业务和产品，积极为中小微企业提供金融支持，引导社会资金更多投向普惠金融、绿色金融、科技金融等重点领域；其二，通过证券化、供应链金融、PPP、产业基金等形式，深度参与资产盘活和产业结构升级优化；其三，通过资产管理信托业务等积极参与多层次资本市场，提升直接融资比重，为实体经济发展提供更多金融支持。

风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。